

兴证期货·研发中心

2019年1月20日星期日

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

程然

从业资格编号：F3034063

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

豆油阴跌后出现大幅反弹，去库存持续利多油脂价格；中美贸易谈判顺利，贸易战缓解且未来预期乐观，中国进口美国大豆对国内市场利空。南美巴西大豆主产区天气偏干旱导致产量下调，阿根廷局部地区降雨过多不利于大豆生长也对外盘豆价有支撑。国内豆类油脂下游消费受节假日影响出现增加，油厂压榨利润萎缩，开工率下降导致豆油库存走低；美豆出口销售数据有所好转但库存消化仍需要时间；美国农业部1月报推迟发布，市场预期利多。国内油厂大豆压榨利润走低，油厂的开工率维持低位；马来西亚棕榈油12月产量减少，但需求减少幅度更大，出口大幅回落，期末库存继续增加；但1月减产继续、出口反弹，可能使得外盘开始去库存，对棕榈油价格有支撑。

● 后市展望及策略建议

中美贸易谈判前景乐观，对后期美豆的进口数量可能增加，对外盘利好对国内利空但不确定性仍可能会导致豆类油脂的大幅波动；基本面方面还需要关注中国采购美豆的节奏以及南美方面的天气情况；马来西亚棕榈油产量进入减产周期、预期仍将同比减少，需求有所好转，期末库存可能逐步去化；国内油脂价格可能维持区间震荡。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易谈判顺利对豆类油脂利空

2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，根据《中华人民共和国对外贸易法》和《中华人民共和国进出口关税条例》相关规定，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对我商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。

5月3日到4日，美国总统特使、财政部长姆努钦将率美方代表团访华。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤将与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见。贸易谈判并未有实质性结果，对豆类油脂的影响较大。5月14日，国务院副总理刘鹤赴美继续就贸易谈判进行磋商。6月15日，美国公布中国商品征税清单。中国政府同样公布对美国进口商品加征25%关税的公告，针锋相对，由于清单中包括美豆，因此毫无疑问会大幅提高进口大豆的成本，因此，预期将刺激国内豆类油脂价格上涨。7月6日，中美双方正式对部分进口商品加征关税25%，毫无疑问会大幅提高进口大豆的成本。

尽管9月13日，美国邀请中方赴美就贸易战进行谈判，但随后特朗普继续对中国征收关税，显示贸易战结束概率较低。9月24日，中美双方继续扩大征税范围的概率较大。

11月初，中美两国领导人电话沟通，贸易战出现转机，具体结果可能还要需要等待后期谈判。

12月2日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆，出乎市场预期；这将导致国内紧张的大豆预期发生改变，国内豆类油脂将出现下跌压力。

12月13日，美国农业部报道中国构购买113万吨美国大豆，以及后期的购买可能以及达到500万吨左右，但对美国大豆市场影响有限。

1月7、8、9日，美国贸易代表在北京与中方谈判，双方分歧缩小，对后期继续谈判进程利好，有可能解决贸易争端问题，利空国内豆类油脂。

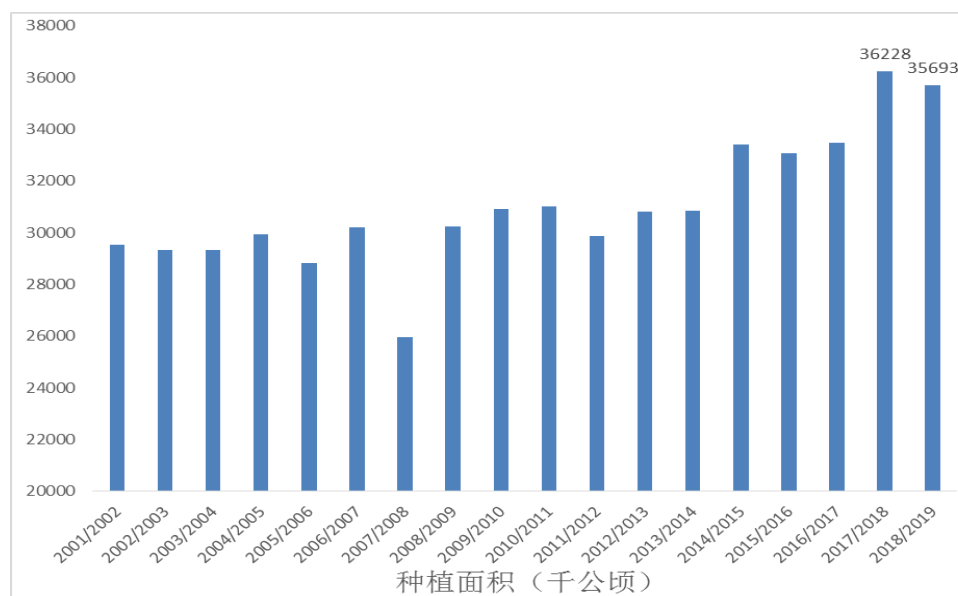
美国是全球大豆产量最大的国家，大豆出口量仅次于巴西，62%的大豆出口到中国；而中国是全球最大的大豆需求国，年进口量达到9500万吨以上，其中从美国进口3200万吨以上，占比超过30%。若贸易战开始，美国大豆出口受阻，豆价将大幅下跌，农民损失严重；而中国方面，进口大豆来源受阻，大豆供应无法满足，市场可能会出现报复性上涨行情，导致两败俱伤的结局。

1.1.2 美农业部 12 月报告偏空、1 月推迟发布

由于政府停止拨款，美国农业部暂停提供数据，导致 1 月报及公布的常规信息停止发布；美国农业部 12 月报显示，美豆收割面积 8830 万英亩（上月 8830，上年 8950），单产 52.1 蒲（预期 52.1，上月 52.1，上年 49.3），产量 46.00 亿蒲（预期 46.00，上月 46.00，上年 44.11），出口 19.00 亿蒲（上月 19.00，上年 21.29），压榨 20.80 亿蒲（上月 20.80，上年 20.55），期末 9.55 亿蒲（预期 9.45，上月 9.55，上年 4.38）。巴西新豆产量 12200 万吨（上月 12050，预期 12088），阿根廷新豆产量 5550 万吨（上月 5550，预期 5572）。美豆数据均未调整，阿根廷大豆产量未调整，而巴西大豆产量调升幅度略高于预期，本次报告中性略偏空。

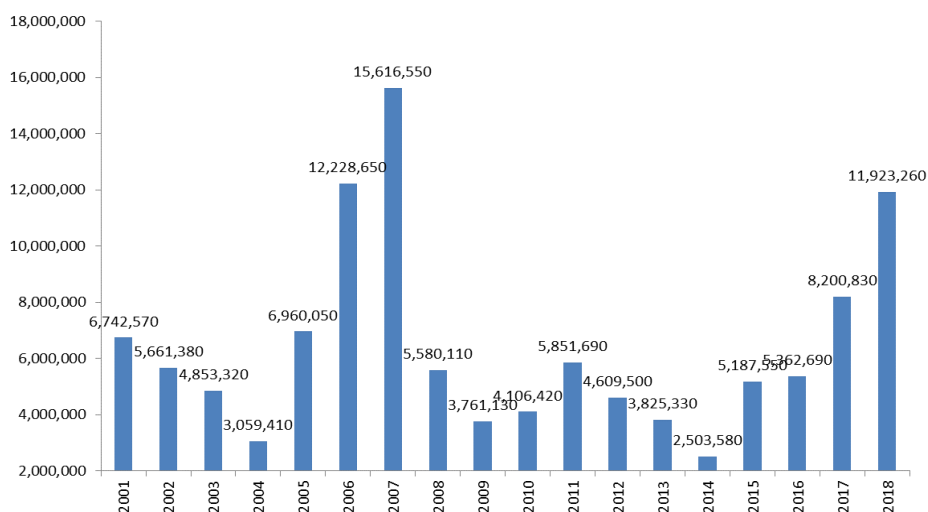
季度库存报告显示，2018 年 9 月 1 日美国大豆库存为 1192 万吨，比 2017 年 9 月 1 日的 821 万吨高出 371 万吨，比上年同期高出 45%，维持历史新高。尽管中国大豆进口强劲，但由于中美贸易战关系，美国大豆出口进度大幅放缓，美国农业部维持较低的美豆出口数据，因此，美豆库存的压力非常大，对价格有很大的压力。

图 1：美豆收割面积



数据来源：兴证期货研发部、USDA

图 2：美豆季度库存

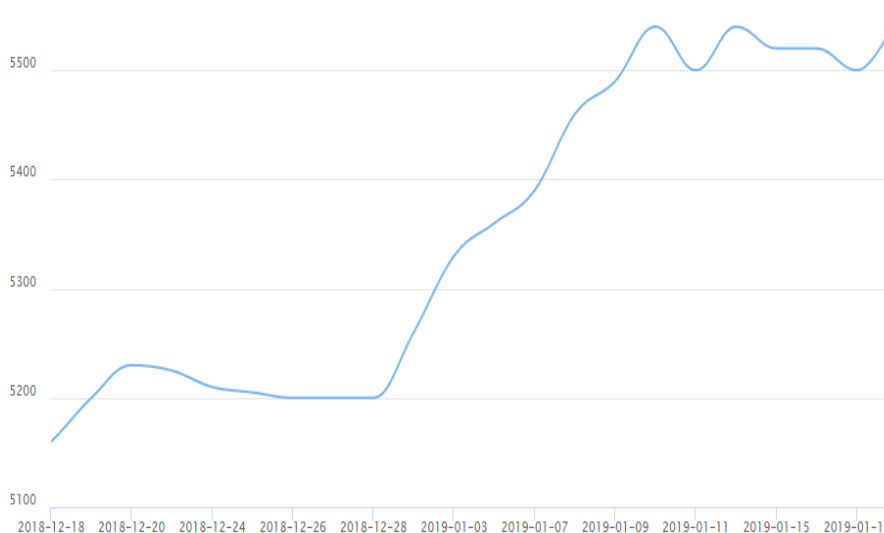


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 价格震荡反弹

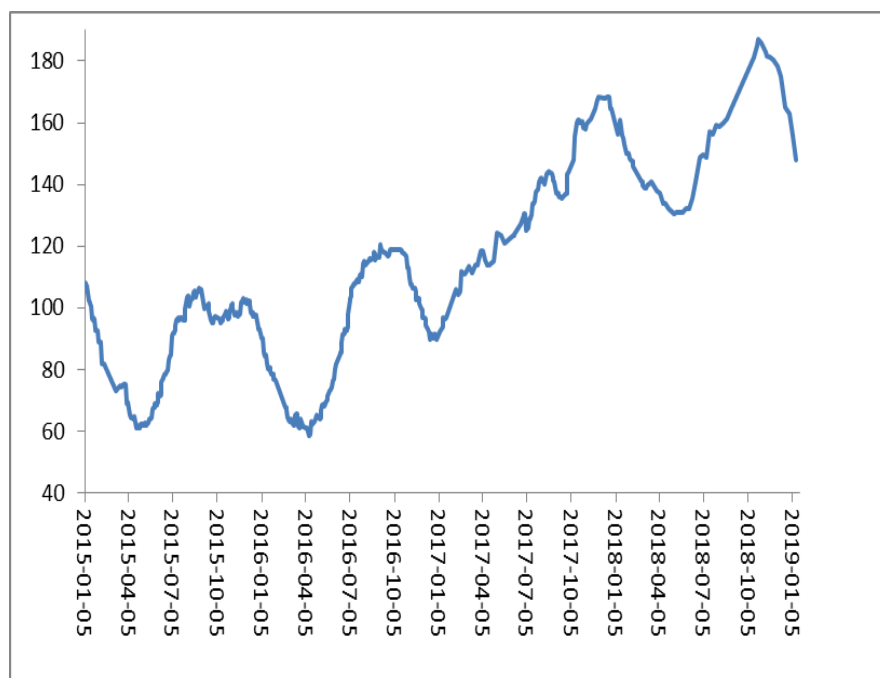
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现弱势震荡，全国一级豆油均价维持在 5450-5550 元/吨的区间；成交量本周维持震荡反弹。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5400-5500 元/吨，维持低位震荡反弹。

图 3：国内一级豆油成交价格反弹



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 4：全国豆油库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

供求看，目前豆油需求出现好转，油厂开工率近期有所回调，豆油的库存维持高位震荡走低；豆油的期末库存目前为 148 万吨，维持震荡回调。

1.1.3 1月进口量维持低位

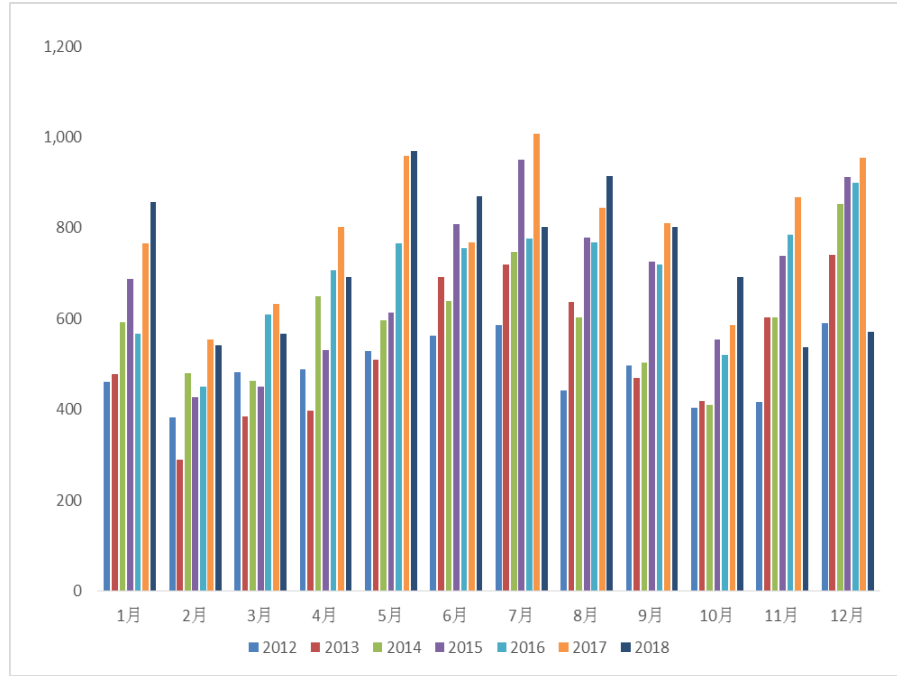
据全面调查显示，2019年1月份预期国内各港口进口大豆 597.3 万吨，低于 12 月的 644 万吨，也远远低于去年 1 月同期进口量 848 万吨。

图 5：2019 年 1 月大豆进口量

2019年1月	进口量	船数
东北地区	25.7	4
华北地区	57.6	9
山东地区	154.3	24
华东地区	170.1	29
福建地区	30.5	5
广东地区	102.8	16
广西地区	56.3	9
全国总计	597.3	96

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

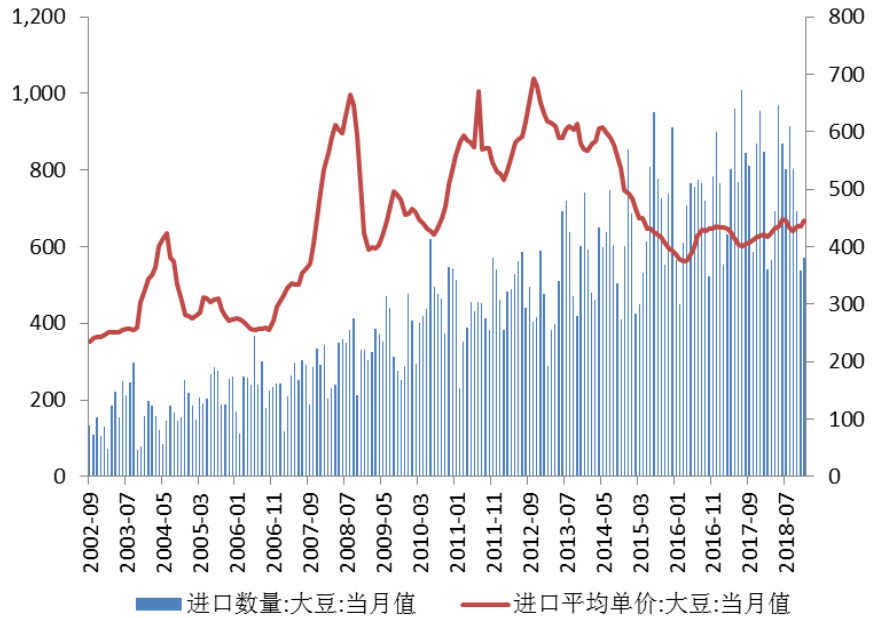
图 6：大豆进口量



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从进口价格的角度看，从 2013 年 3 月以来，每吨进口大豆的 CNF 价格由 700 美元震荡走低到 415 美元，目前维持低位震荡。12 月大豆的进口成本出现了小幅上涨，目前维持在 445 美元/吨左右。

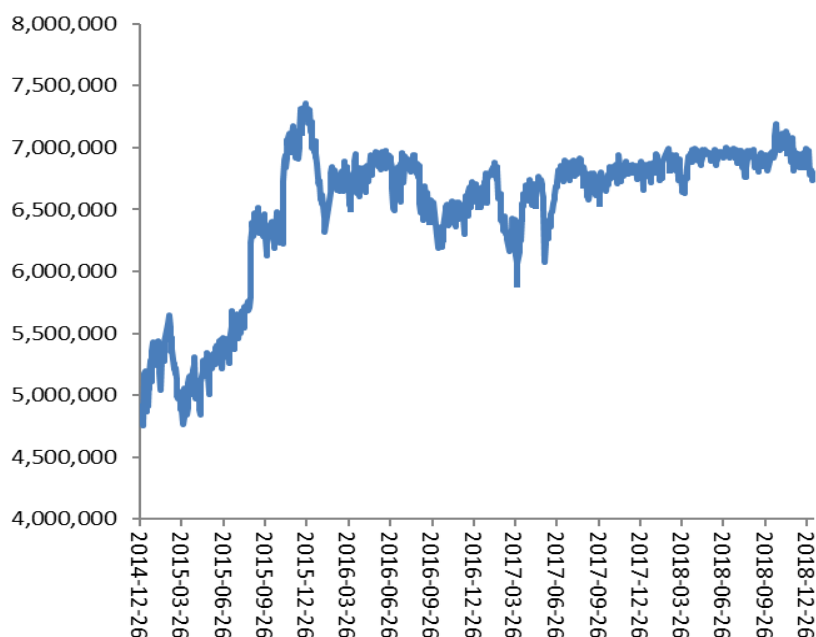
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 663 万吨，低上一周的水平，但维持历史高位区间，近期油厂开机下滑，低于正常水平，主要由于压榨利润走低所致。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

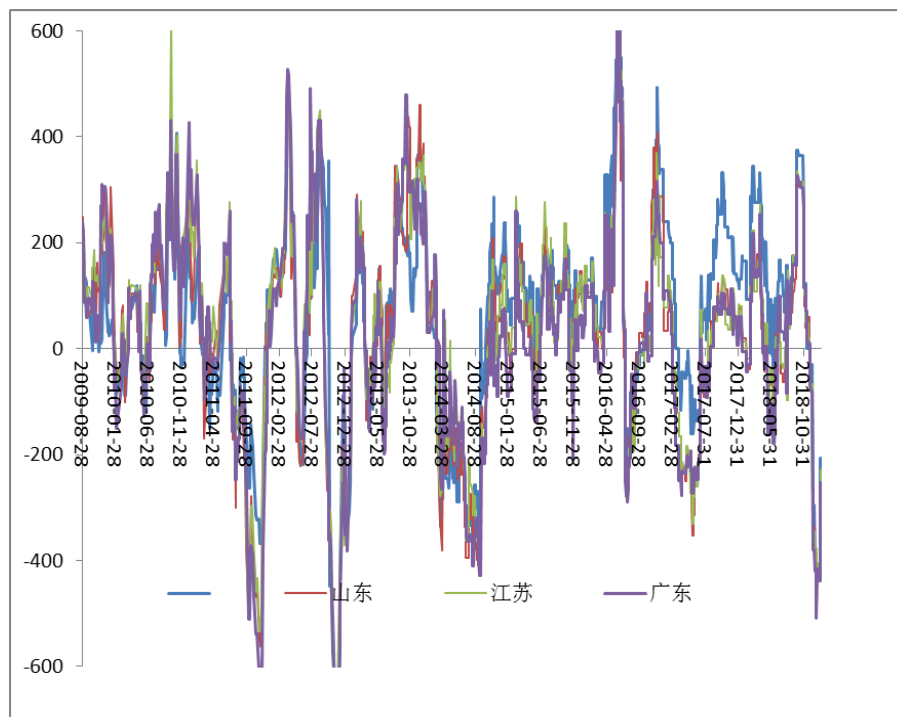
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CNR中国 美元/吨	完税价 元/吨	连盘 豆粕	连盘 豆油	盘面 毛利	涨 跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	2019年2月	907.75	388	3793	2562	5576	-710	-43	2715	5420	-618
	2019年3月	907.75	389	3798	2562	5576	-715	-27	2715	5420	-623
	2019年4/5月	921	395	3862	2562	5576	-779	-58	2715	5420	-687
美西大豆	2019年2/3月	907.75	387	3777	2562	5576	-694	-43	2715	5420	-602
巴西大豆	2019年1月	907.75	370	2925	2562	5576	214	-19	2715	5420	304
	2019年2月	907.75	372	2942	2562	5576	197	-28	2715	5420	287
	2019年3月	907.75	373	2952	2562	5576	187	-23	2715	5420	277
	2019年4/5月	921	380	3009	2626	5626	191	14	2715	5420	220
	2019年6月	934	387	3061	2626	5626	139	-35	2715	5420	168
	2019年7月	934	389	3075	2626	5626	125	6	2715	5420	154
阿根廷大豆	2019年5月	934	383	3033	2626	5626	54	-23	2715	5420	87

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从大豆压榨产业链来看，美国进口大豆的理论压榨利润大幅亏损；巴西和阿根廷大豆进口压榨利润大幅萎缩，对国内价格有一定支撑。现货方面，目前压榨利润出现缩小。

图 10：进口大豆现货压榨利润走势



数据来源：兴证期货研发部、wind

1.1.4 春节备货需求增加对豆油价格有支撑

从食用需求的角度看，目前随着年末双节的到来，油脂消费逐步启动，豆油库存出现持续的下降，由最高的 190 万吨下降到目前的 148 万吨，整体来看豆油在去库存的过程加快，可能会对价格有一定的支撑。

综合来看，中美贸易谈判对国内豆类油脂价格利空；中国开始进口大量美豆，对豆类油脂价格有压力；近期消费有所恢复，库存出现走低；但南美天气变差导致产量减少需要关注；中长期来看，豆油价格将维持区间震荡，建议投资者暂时观望。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存走高

表 1: 马来西亚棕榈油数据

	马来西亚棕榈油数据				
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%

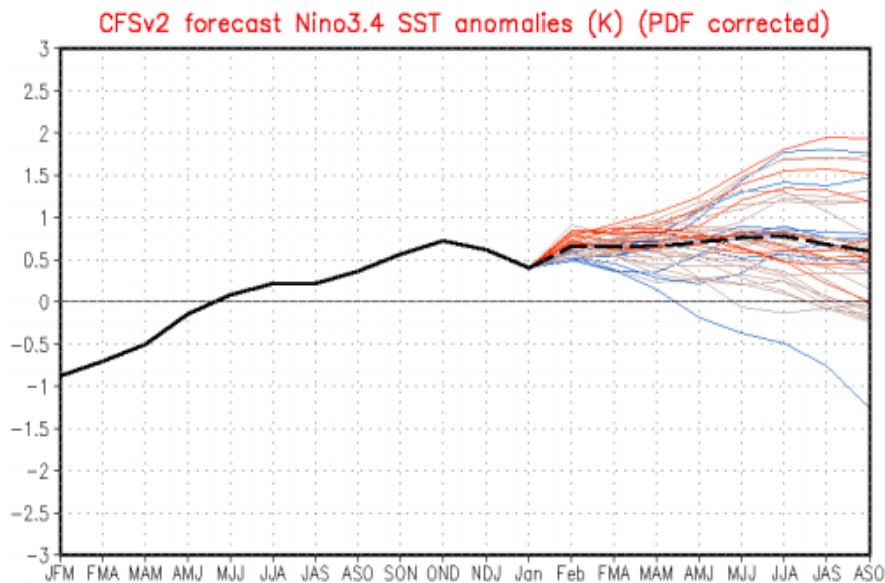
数据来源：兴证期货研发部

马来西亚棕榈油局公布 12 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 12 月棕榈油的产量为 180.8 万吨，低于 11 月的 184.5 万吨，同比减少 3%，低于市场预期；11 月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期；马来西亚棕榈油的出口数据为 138.3 万吨，环比出现小幅增加，较 11 月的 137.5 万吨增加，主要因为近期棕榈油的价格触底反弹，导致外部需求有所增加；1 月开始，印度将下调马来西亚棕榈油进口关税，可能导致棕榈油需求再次转好。马来西亚棕榈油的期末库存为 321 万吨，较 11 月的库存大幅增加，同比增加 17.6%。本次报告的产量高于预期，出口低于预期，库存增幅高于预期。

1.2.2 进入厄尔尼诺气候，对后期产量有影响

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据目前的天气预测模型来看，目前全球气候可能已经进入厄尔尼诺现象，到 2019 年春季厄尔尼诺气候出现的概率达到 65%，厄尔尼诺气候出现的概率和持续性正变得越来越大。

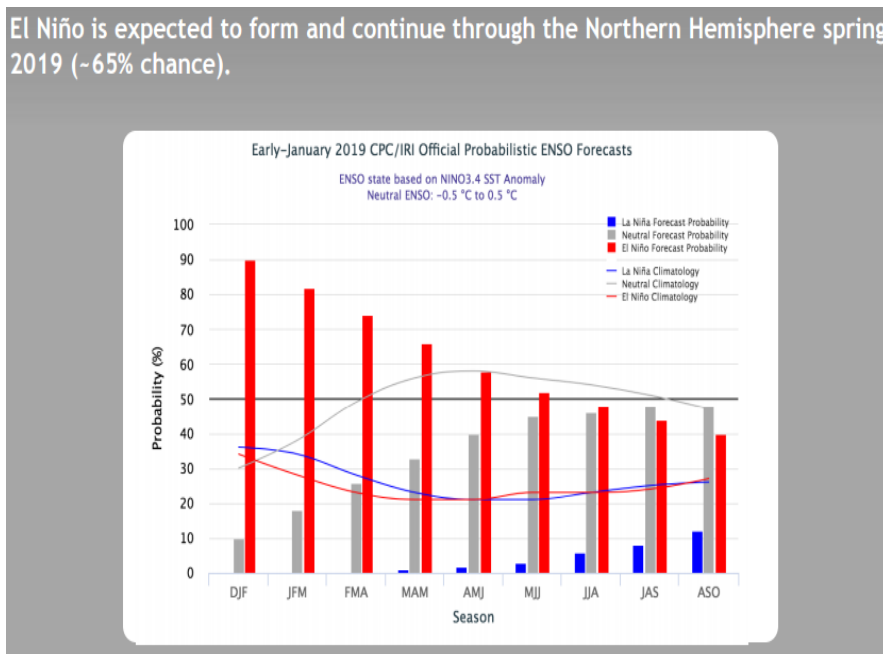
图 1：天气预测模型



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：天气预测模型

El Niño is expected to form and continue through the Northern Hemisphere spring 2019 (~65% chance).

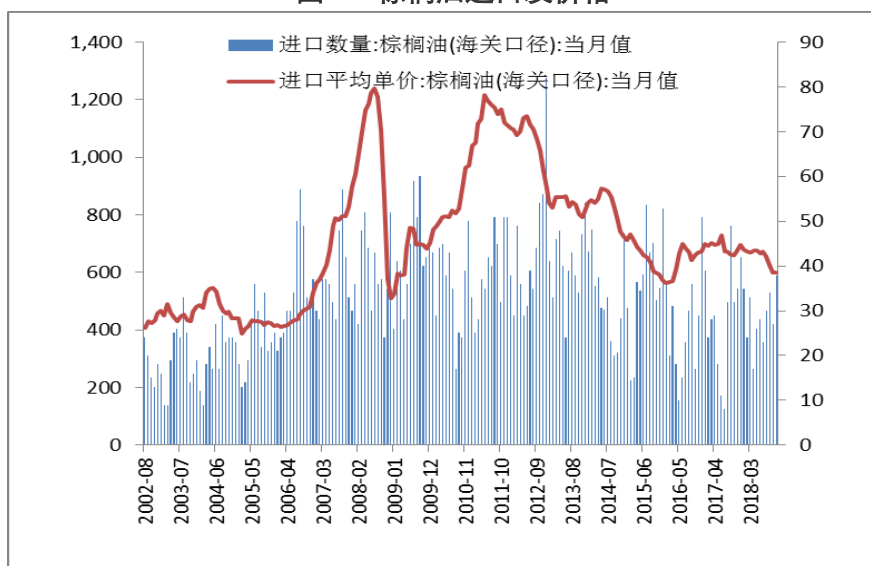


数据来源：兴证期货研发部

从棕榈树的生产特性来看，通常来说，当干旱来临，棕榈油的减产需要延迟 6--9 个月的时间才会显现。目前产量情况看东南亚气候有助于棕榈树生长；后期东南亚地区棕榈油的产量维持季节性减产周期，产量的可能逐步减少，给价格带来季节性支撑。

1.2.3 棕榈油库存大幅增加

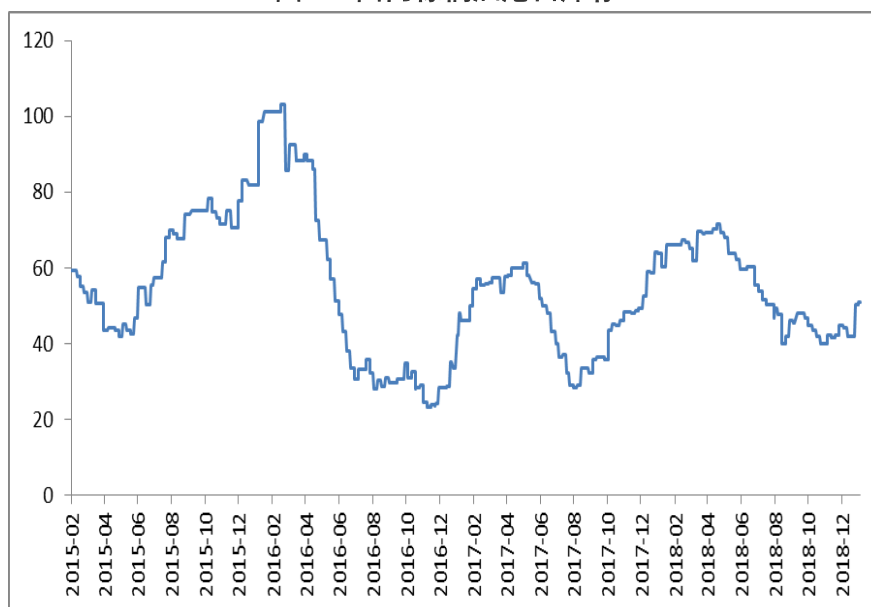
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，11 月我国棕榈油的进口为 38 万吨，高于去年同期的 35 万吨的进口量。目前棕榈油的进口基本处于盈亏平衡附近，进口量可能会有所回升；由于比价较高，棕榈油需求偏弱，国内棕榈油的库存近期维持震荡反弹。

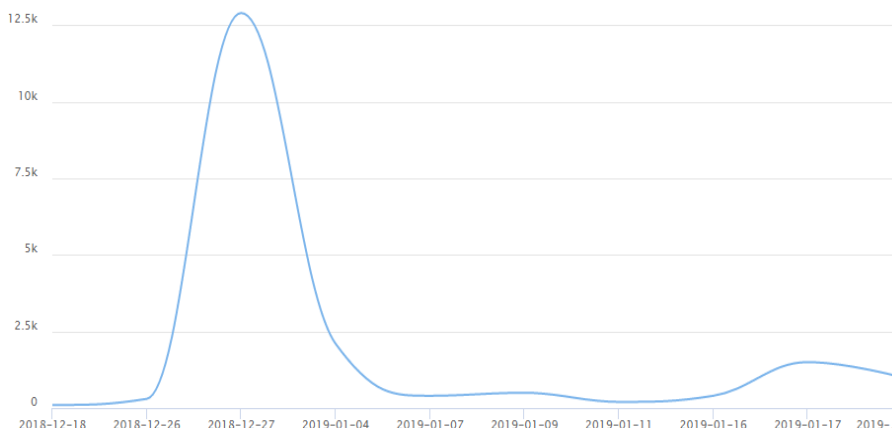
图 4：国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，国内棕榈油的商业库存由 2017 年 8 月的 28 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 51 万吨。

图 5：国内棕榈油的成交情况



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

短期，国内棕榈油成交低位震荡。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交量维持低位震荡。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 4430-4530 元区间附近。

1.2.4 进口亏损，对价格有一定支撑

从进口贸易商的角度来看，目前国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的现货进口成本 4660 元/吨，现货消费在 4530 元，每吨亏损 130 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4700 元，较现货每吨升水 170 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油出现亏损，对价格有一定支撑。

图 6：马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CFR (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	1月	540	+02.50	25	565	4660	(华南)
		540	+02.50	30	570	4700	(华东)
		540	+02.50	35	575	4740	(华北)
	2月	542.5	+02.50	25	567.5	4680	(华南)
		542.5	+02.50	30	572.5	4720	(华东)
		542.5	+02.50	35	577.5	4760	(华北)
	3月	552.5	+02.50	25	577.5	4760	(华南)
		552.5	+02.50	30	582.5	4800	(华东)
		552.5	+02.50	35	587.5	4840	(华北)
	4/5/6月	572.5	+02.50	25	597.5	4920	(华南)
		572.5	+02.50	30	602.5	4960	(华东)
		572.5	+02.50	35	607.5	5000	(华北)
33度棕榈油	1月	535	+02.50	30	565	4660	(华东)
	2月	537.5	+02.50	30	567.5	4680	(华东)
	3月	547.5	+02.50	30	577.5	4760	(华东)
	4/5/6月	567.5	+02.50	30	597.5	4920	(华东)
44度棕榈油	1月	545	00.00	30	575	4440	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，马来西亚棕榈油进入减产周期，产量的下降给价格带来一定支撑；1 月马来出口数据反弹，后期库存可能会出现去化对价格有一定支撑，棕榈油价格维持区间震荡行情。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约阴跌后出现大幅反弹，建议投资者以区间震荡对待。

图 1: 豆油 1905 日线



数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油区间震荡反弹，后期可能维持区间震荡，建议投资者谨慎对待。

图 2：棕榈油 1905 日线



数据来源：兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。